

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori

2.1.1 Agency Theory

Agency theory merupakan teori fundamental dalam kajian keuangan dan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan kontraktual antara pemilik perusahaan atau *principal* dan manajemen sebagai *agent*. Teori ini pertama kali diperkenalkan sekitar tahun 1976 oleh Jensen & Meckling yang menyatakan bahwa konflik keagenan muncul ketika terdapat perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen. Teori keagenan telah menjadi fondasi utama dalam literatur keuangan selama puluhan tahun, relevansinya terus berkembang dalam konteks transparansi modern. Riset terkini oleh Wulandari & Istiqomah (2024) menegaskan kembali bahwa konflik keagenan di era saat ini tidak lagi hanya seputar asimetri informasi keuangan, melainkan telah meluas pada pengungkapan non-keuangan seperti *Environmental, Social, dan Governance (ESG)*. Mereka berargumen bahwa pengungkapan ESG merupakan salah satu mekanisme kunci untuk menyelaraskan kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal), sekaligus sebagai upaya untuk meminimalkan *agency cost* yang timbul akibat ketidakpastian informasi di pasar modal.

Masalah keagenan berakar dari adanya ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*) yang terjadi ketika pihak manajer memiliki akses informasi yang lebih luas mengenai kondisi internal perusahaan dibandingkan dengan pemilik atau pemegang saham (Hendrastuti & Harahap, 2024). Ketidakseimbangan informasi memberikan peluang bagi manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik atau moral hazard. Hal ini sering kali termanifestasi dalam bentuk manipulasi pelaporan keuangan, penggunaan aset perusahaan untuk kepentingan pribadi, hingga pengambilan keputusan investasi yang tidak optimal dan bertentangan dengan kepentingan

pemegang saham (Zhang & Li, 2023). Fenomena ini tetap menjadi tantangan krusial dalam praktik bisnis modern, di mana asimetri informasi yang tidak terkendali dapat meningkatkan risiko agensi yang berdampak pada penurunan kualitas laporan keuangan dan efisiensi operasional (Widarmawan & Hadianto, 2025). Oleh sebab itu, diperlukan mekanisme pengawasan yang kuat melalui implementasi tata kelola perusahaan yang efektif guna memastikan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik serta meminimalisir potensi penyimpangan informasi.

Dalam konteks penelitian ini, *agency theory* menjadi dasar dalam memahami hubungan antara *ESG disclosure*, *cost of debt*, nilai perusahaan, dan mekanisme *corporate governance*. Pertama, *ESG disclosure* berperan krusial dalam memitigasi asimetri informasi. Pengungkapan keberlanjutan yang komprehensif mencerminkan komitmen perusahaan dalam mendistribusikan informasi relevan kepada investor dan kreditor. Hal ini secara efektif mengurangi ketidakpastian pasar serta memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan terhadap integritas dan kualitas tata kelola manajemen (Abdi et al., 2022).

Kedua, *cost of debt* berkaitan dengan risiko keagenan antara perusahaan dan kreditor. Kreditor akan menilai risiko gagal bayar berdasarkan kualitas informasi dan tata kelola perusahaan. Apabila tata kelola lemah dan informasi terbatas, kreditor akan menuntut tingkat bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang meningkat. Peningkatan *cost of debt* ini merupakan konsekuensi langsung dari tingginya risiko keagenan. Sebaliknya, perusahaan yang mengedepankan transparansi dan tata kelola yang kuat cenderung memperoleh biaya utang yang lebih kompetitif karena tingkat risiko gagal bayar yang lebih rendah di mata penyedia modal (Amoako et al., 2024). Hal ini didukung oleh temuan Eliwa et al. (2023) yang menunjukkan bahwa kreditor saat ini memberikan insentif berupa suku bunga yang lebih rendah bagi perusahaan dengan skor ESG yang tinggi karena dianggap memiliki risiko sistemik yang lebih kecil.

Ketiga, *corporate governance* berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang dirancang untuk mengurangi konflik keagenan. Mekanisme tata kelola seperti keberadaan komisaris independen, komite audit, dan kepemilikan institusional berfungsi sebagai instrumen pengawasan yang krusial terhadap manajemen. Pengawasan yang efektif ini terbukti mampu menekan perilaku deviasi manajerial serta memastikan bahwa setiap keputusan strategis tetap selaras dengan kepentingan pemegang saham demi keberlanjutan nilai perusahaan (Puni & Hilton, 2022). Hal ini sejalan dengan penelitian Putra et al. (2024) yang menyatakan bahwa implementasi GCG secara konsisten akan berdampak positif pada efisiensi kinerja finansial perusahaan melalui penguatan fungsi kontrol internal yang mencegah terjadinya moral hazard manajemen.

Dengan demikian, *agency theory* menjadi landasan teoritis yang kuat dalam penelitian ini. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila mampu mengurangi konflik keagenan melalui peningkatan transparansi melalui *ESG disclosure*, penguatan pengawasan melalui *corporate governance*, dan efisiensi pembiayaan yang tercermin melalui penurunan *cost of debt*. Dalam konteks perusahaan pembiayaan yang beroperasi pada sektor yang sangat diatur dan berisiko tinggi, relevansi *agency theory* semakin kuat karena kualitas informasi dan tata kelola berperan penting dalam menentukan persepsi investor dan kreditur terhadap nilai perusahaan.

2.1.2 *Signaling Theory*

Signaling theory merupakan teori yang menjelaskan bagaimana suatu pihak dalam organisasi memberikan sinyal kepada pihak lain untuk mengurangi ketidakpastian informasi. Teori ini diperkenalkan tahun 1973 oleh Spence yang menyatakan bahwa ketika terjadi ketidakseimbangan informasi antara perusahaan dan pihak eksternal seperti investor dan kreditur, perusahaan dapat mengirimkan sinyal melalui berbagai bentuk pengungkapan untuk menunjukkan kualitas, prospek, serta tingkat risiko yang dimilikinya. Sinyal tersebut kemudian diinterpretasikan oleh pasar sebagai dasar dalam

pengambilan keputusan. Dalam konteks terkini, Wulandari & Istiqomah (2024) menegaskan bahwa pengungkapan informasi non-keuangan seperti ESG berfungsi sebagai sinyal positif yang menunjukkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan. Sinyal ini sangat krusial di pasar modal modern untuk mengurangi persepsi risiko investor dan pada akhirnya mampu memberikan kontribusi positif terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Menurut Ahmad et al. (2023), sinyal yang dikirimkan oleh perusahaan kepada pasar dapat bersifat positif maupun negatif. Sinyal positif tecermin melalui pengungkapan informasi yang menunjukkan kondisi fundamental yang kuat, efektivitas manajerial dan prospek pertumbuhan yang terukur. Sebaliknya, retensi informasi atau pengungkapan yang tidak memadai menciptakan sinyal negatif yang memicu keraguan pasar terhadap keberlanjutan usaha dan kualitas tata kelola perusahaan.

Dalam konteks penelitian ini, *signaling theory* berperan penting dalam menjelaskan bagaimana *ESG disclosure*, *cost of debt*, dan nilai perusahaan saling terkait. *ESG disclosure* merupakan salah satu bentuk sinyal positif yang dikirimkan perusahaan kepada publik untuk menunjukkan komitmen terhadap prinsip keberlanjutan. Pengungkapan yang komprehensif mengindikasikan bahwa perusahaan tidak hanya berorientasi pada keuntungan jangka pendek, namun juga mengintegrasikan aspek lingkungan, sosial dan tata kelola dalam strategi bisnisnya. Hal ini secara signifikan meningkatkan persepsi positif investor karena praktik ESG yang kuat dipandang sebagai sinyal rendahnya risiko operasional dan tingginya stabilitas usaha di masa depan (Bofinger et al., 2022).

Selain itu, perusahaan yang memberikan sinyal transparan melalui *ESG disclosure* cenderung memperoleh kepercayaan lebih besar dari kreditur. Kreditur menilai perusahaan dengan komitmen keberlanjutan sebagai entitas yang lebih mampu mengelola risiko operasional dan finansial, sehingga menurunkan profil risiko kredit secara keseluruhan. Penurunan risiko ini termanifestasi dalam efisiensi *cost of debt*, di mana kreditur tidak

menuntut premi risiko atau tingkat bunga yang tinggi sebagai kompensasi atas ketidakpastian masa depan (Eliwa et al., 2023).

Signaling theory juga relevan untuk menjelaskan hubungan antara *corporate governance* dan nilai perusahaan. Mekanisme tata kelola yang kuat, seperti keberadaan komisaris independen, komite audit, dan pengawasan internal yang efektif, bertindak sebagai sinyal bahwa perusahaan dikelola secara akuntabel dan profesional. Sinyal tersebut secara signifikan meningkatkan kepercayaan investor dan pasar, yang pada akhirnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan demikian, *corporate governance* tidak hanya berfungsi sebagai alat pengendalian internal untuk menekan konflik keagenan, tetapi juga sebagai instrumen komunikasi eksternal yang memberikan sinyal positif mengenai kualitas manajemen kepada publik (Puni & Hilton, 2022).

Signaling theory memberikan landasan teoritis yang kuat dalam penelitian ini. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui sinyal positif yang dikirimkan kepada investor dan kreditor. Sinyal tersebut berupa pengungkapan ESG yang memadai, tata kelola perusahaan yang baik, dan struktur pembiayaan yang efisien. Semakin kuat sinyal yang diterima oleh pasar, semakin tinggi kepercayaan yang diberikan, sehingga nilai perusahaan meningkat. Oleh karena itu, *signaling theory* menjadi fondasi penting dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen, variabel moderasi, dan nilai perusahaan dalam penelitian ini.

2.1.3 Stakeholder Theory

Stakeholder theory merupakan teori yang menjelaskan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada seluruh pihak yang memiliki kepentingan atau terpengaruh oleh aktivitas perusahaan. Konsep ini diperkenalkan tahun 1984 oleh Freeman yang menyatakan bahwa keberlangsungan perusahaan sangat bergantung pada hubungan yang harmonis dengan para pemangku kepentingan seperti karyawan, kreditor, konsumen, pemasok, pemerintah, masyarakat maupun lingkungan perusahaan. Sejalan dengan perkembangan tersebut, Zaman et al.

(2024) menekankan bahwa dalam lanskap bisnis modern, perusahaan telah bertransformasi menuju model *stakeholder capitalism*. Dalam model ini, pengungkapan ESG menjadi instrumen krusial bagi perusahaan untuk memenuhi tuntutan transparansi dari berbagai pihak. Integrasi kepentingan stakeholder ke dalam mekanisme tata kelola perusahaan terbukti secara empiris tidak hanya meningkatkan legitimasi sosial, tetapi juga menciptakan nilai perusahaan yang lebih stabil dan berkelanjutan di pasar global.

Menurut Harrison & Barney (2024), pemangku kepentingan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan, strategi, serta kinerja finansial maupun non-finansial perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk secara aktif mempertimbangkan kebutuhan dan ekspektasi pemangku kepentingan dalam setiap aktivitas operasionalnya guna menjamin keberlanjutan bisnis dalam jangka panjang. Gagasan ini menandai pergeseran paradigma dari orientasi pemegang saham (*shareholder-oriented*) menuju orientasi pemangku kepentingan (*stakeholder-oriented*) yang lebih luas. Dengan demikian, nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kekayaan pemegang saham, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan memenuhi tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Dalam perkembangan selanjutnya, Freeman & Dmytriiev (2023) menyatakan bahwa perusahaan yang mengabaikan kepentingan pemangku kepentingan berisiko menghadapi berbagai tekanan sosial, reputasi, operasional dan tuntutan regulasi yang berat. Sebaliknya, entitas yang mampu membina hubungan kolaboratif dengan pemangku kepentingannya cenderung memperoleh legitimasi sosial yang kuat, kepercayaan publik dan stabilitas usaha yang lebih terjamin dalam jangka panjang.

Konsep *stakeholder theory* sangat relevan dalam penelitian ini karena pengungkapan keberlanjutan atau ESG *disclosure* pada dasarnya merupakan bentuk tanggung jawab perusahaan kepada pemangku kepentingan. Pengungkapan tersebut memberikan informasi mengenai bagaimana perusahaan mengelola dampak lingkungan, memperhatikan kesejahteraan sosial dan menerapkan tata kelola yang baik. Informasi ini

penting bagi pemangku kepentingan untuk menilai tingkat risiko, keandalan, dan kualitas keputusan manajerial. Dengan demikian, *ESG disclosure* dapat memperkuat hubungan perusahaan dengan para pemangku kepentingan, sekaligus meningkatkan nilai perusahaan.

Di sisi lain, *cost of debt* juga dipengaruhi oleh hubungan perusahaan dengan pemangku kepentingan, terutama kreditur. Kreditur merupakan pemangku kepentingan yang sangat sensitif terhadap risiko. Ketika perusahaan menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan melalui pengungkapan ESG yang komprehensif, kreditur akan menilai entitas tersebut memiliki profil risiko finansial dan operasional yang lebih rendah. Persepsi risiko yang terkendali ini berdampak langsung pada efisiensi *cost of debt*, karena kreditur memiliki keyakinan yang lebih kuat terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang serta mengelola risiko secara sistematis (Eliwa et al., 2023).

Corporate governance juga merupakan bagian integral dari *stakeholder theory* karena tata kelola yang baik memastikan bahwa kepentingan seluruh pemangku kepentingan dilindungi. Mekanisme tata kelola, termasuk peran strategis komisaris independen, komite audit, dan efektivitas pengawasan internal, menjadi fondasi utama dalam menjamin transparansi serta akuntabilitas pengambilan keputusan korporasi. Melalui implementasi tata kelola yang solid, perusahaan mampu memitigasi potensi konflik kepentingan dan memperkuat kepercayaan pemangku kepentingan, yang secara agregat berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan secara berkelanjutan (Bridoux & Stoelhorst, 2022).

Stakeholder theory memberikan dasar yang kuat untuk menjelaskan hubungan antarvariabel dalam penelitian ini. Teori ini menekankan bahwa perusahaan harus mengelola hubungan dengan pemangku kepentingan secara seimbang dan bertanggung jawab. Melalui pengungkapan ESG yang memadai, tata kelola perusahaan yang baik, dan efisiensi struktur pembiayaan, perusahaan pembiayaan dapat menciptakan nilai jangka panjang dan meningkatkan kepercayaan masyarakat, investor, serta kreditur. Dengan

demikian, *stakeholder theory* menjadi teori pendukung yang penting dalam memahami bagaimana *ESG disclosure* dan *cost of debt* dapat memengaruhi nilai perusahaan.

2.1.4 *Legitimacy Theory*

Legitimacy theory merupakan teori yang menjelaskan bahwa perusahaan harus menjalankan aktivitasnya sesuai dengan nilai, norma, dan ekspektasi masyarakat agar memperoleh legitimasi sosial. Legitimasi merupakan persepsi masyarakat bahwa aktivitas perusahaan dapat diterima dan sesuai dengan sistem nilai yang berlaku. Tanpa adanya legitimasi sosial, perusahaan rentan terhadap kehilangan kepercayaan publik, tekanan dari berbagai kelompok kepentingan, hingga ancaman serius terhadap eksistensi usaha di masa depan. Oleh karena itu, perusahaan harus secara aktif membangun akuntabilitas melalui transparansi informasi guna mempertahankan pengakuan dari lingkungan sosialnya (Freeman & Dmytriiev, 2023). Melengkapi pandangan tersebut, Mitsnefes et al. (2024) menegaskan bahwa di tengah meningkatnya pengawasan publik terhadap isu keberlanjutan, pengungkapan ESG telah bertransformasi menjadi strategi legitimasi yang krusial. Perusahaan yang secara transparan melaporkan dampak lingkungan dan sosialnya cenderung dipandang lebih kredibel oleh masyarakat dan investor, yang pada akhirnya memitigasi risiko reputasi serta memberikan kontribusi positif terhadap stabilitas nilai perusahaan di pasar modal.

Menurut Freeman & Dmytriiev (2023) menjelaskan bahwa legitimasi saat ini bukan sekadar persepsi pasif, melainkan hasil dari interaksi aktif perusahaan dengan norma sosial dan lingkungan yang terus berkembang. Perusahaan selalu berada dalam posisi untuk mempertahankan atau memulihkan legitimasi tersebut, terutama ketika menghadapi kritik publik atau tekanan lingkungan. Oleh karena itu, perusahaan perlu memastikan bahwa setiap aktivitas dan kebijakannya tidak bertentangan dengan nilai dan ekspektasi masyarakat.

Dalam konteks keberlanjutan, *legitimacy theory* memberikan kerangka penjelasan mengenai motivasi perusahaan dalam melakukan pengungkapan informasi non-finansial, khususnya ESG *disclosure*. Pengungkapan tersebut berfungsi sebagai media komunikasi strategis untuk mendemonstrasikan tanggung jawab korporasi terhadap dampak sosial, lingkungan, dan tata kelola. Di tengah meningkatnya tuntutan publik akan transparansi, perusahaan merespons melalui pelaporan keberlanjutan yang komprehensif guna memastikan perolehan penerimaan sosial yang berkelanjutan (Sánchez & Guzmán, 2024).

ESG *disclosure* juga menjadi sarana bagi perusahaan untuk mengurangi potensi konflik dengan pemangku kepentingan. Pengungkapan yang komprehensif mampu meredakan kekhawatiran masyarakat terkait dampak operasional perusahaan serta menunjukkan komitmen nyata terhadap praktik bisnis yang etis dan berkelanjutan. Dalam konteks ini, perusahaan memanfaatkan ESG *disclosure* sebagai strategi legitimasi untuk memengaruhi persepsi publik, membangun reputasi yang positif, dan memastikan dukungan sosial yang berkelanjutan (Abdi et al., 2022).

Dalam perspektif *legitimacy theory*, *cost of debt* dapat dipengaruhi oleh tingkat legitimasi perusahaan di mata kreditur. Kreditur cenderung memberikan biaya utang yang lebih rendah kepada perusahaan yang dinilai memiliki reputasi baik, risiko sosial rendah dan komitmen kuat terhadap keberlanjutan. Kreditur memberikan penilaian positif pada perusahaan dengan legitimasi tinggi karena dianggap memiliki risiko hukum, tekanan regulasi, maupun potensi kerugian reputasi yang lebih rendah. Kondisi ini secara langsung memitigasi risiko gangguan pada kemampuan pembayaran kewajiban finansial. Dengan demikian, legitimasi yang solid berkontribusi pada penurunan persepsi risiko di mata kreditur, yang pada akhirnya mengefisienkan biaya utang perusahaan (Eliwa et al., 2023).

Sementara itu, *corporate governance* memainkan peran penting dalam menjaga legitimasi perusahaan. Implementasi mekanisme tata kelola yang solid memberikan sinyal kuat bahwa perusahaan dikelola secara

profesional, bertanggung jawab, serta patuh terhadap prinsip etika dan regulasi. Kehadiran dewan komisaris independen, komite audit, serta sistem pengawasan internal yang efektif secara signifikan memperkuat keyakinan publik bahwa perusahaan memiliki kapasitas untuk melindungi kepentingan masyarakat dan pemangku kepentingan lainnya dari risiko perilaku manajerial yang menyimpang (Nasir et al., 2024). Dengan demikian, tata kelola perusahaan yang baik juga menjadi bagian dari strategi legitimasi yang membantu perusahaan memperoleh kepercayaan pasar dan meningkatkan nilai perusahaan.

Legitimacy theory memberikan landasan teoretis yang penting dalam penelitian ini. Teori ini menjelaskan bahwa pengungkapan ESG tidak hanya merupakan kewajiban pelaporan, tetapi juga alat strategis untuk memperoleh penerimaan sosial dan membangun reputasi yang positif. Legitimasi yang kuat berdampak pada meningkatnya kepercayaan investor dan kreditur, penurunan risiko pembiayaan, dan pada akhirnya peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, *legitimacy theory* menjadi bagian integral dalam memahami hubungan antara *ESG disclosure*, *cost of debt*, *corporate governance* dan nilai perusahaan dalam penelitian ini.

2.1.5 ESG Disclosure

Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure kini menjadi standar penting dalam dunia investasi, terlebih sejak meningkatnya kesadaran terhadap prinsip keberlanjutan. Dalam konteks perusahaan pembiayaan, *ESG disclosure* menjadi indikator penting karena perusahaan tidak hanya bertanggung jawab atas aktivitas internalnya, tetapi juga atas pengaruh tidak langsung dari keputusan pembiayaannya terhadap lingkungan, sosial dan tata kelola eksternal. Perusahaan pembiayaan memiliki peran strategis sebagai intermediary keuangan yang dapat mengalirkan modal ke proyek-proyek hijau dan bertanggung jawab, atau sebaliknya, ke sektor yang berisiko tinggi secara ESG.

Dengan pengelolaan *ESG disclosure* yang baik, perusahaan pembiayaan tidak hanya memenuhi tuntutan regulator dan stakeholder, tetapi

juga memperbesar peluang akses pendanaan murah dari investor institusi yang kini menjadikan ESG sebagai kriteria utama dalam alokasi aset.

2.1.6 Pengertian ESG Disclosure

ESG *disclosure* adalah mekanisme pelaporan sistematis yang digunakan perusahaan untuk mengomunikasikan performa non-finansial mereka kepada pemangku kepentingan, yang bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi terkait dampak lingkungan, tanggung jawab sosial, dan efektivitas tata kelola perusahaan (Abdi et al., 2022).

ESG *disclosure* didefinisikan sebagai sinyal strategis yang dikirimkan oleh manajemen kepada pasar modal untuk menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya berfokus pada profitabilitas jangka pendek, tetapi juga mengintegrasikan nilai-nilai keberlanjutan ke dalam model bisnis inti guna meningkatkan kepercayaan investor (Ahmad et al., 2023).

ESG *disclosure* adalah bentuk pertanggungjawaban korporasi yang menyajikan data terukur mengenai bagaimana perusahaan mengelola risiko-risiko spesifik (seperti perubahan iklim atau keragaman tenaga kerja) yang berpotensi memengaruhi stabilitas finansial dan kemampuan pembayaran kewajiban di masa depan (Eliwa et al., 2023).

ESG *disclosure* adalah Praktik pengungkapan informasi yang berfungsi sebagai alat untuk memperoleh legitimasi sosial dari masyarakat dan pemangku kepentingan, yang pada akhirnya memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan (firm value) melalui transparansi tata kelola yang bertanggung jawab (harymawan et al., 2023).

Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa ESG *disclosure* adalah instrumen komunikasi multidimensi yang berfungsi mengurangi asimetri informasi, memberikan sinyal positif, memitigasi risiko dan memperkuat legitimasi perusahaan.

2.1.7 Pengukuran ESG Disclosure

Pengukuran ESG disclosure mengadopsi GRI 2021 karena meningkatkan kualitas informasi non-finansial karena standarnya lebih ketat dalam hal pengungkapan tata kelola dan dampak sosial (Harymawan et al.,

2023). Dalam GRI 2021 mencakup 3 (tiga) indeks pengukuran ESG *disclosure*, yaitu:

a. *Environmental Disclosure Index* (EnDI)

Fokus pada kategori GRI 300 (*Environmental*). Mencakup topik seperti material, energi, air, biodiversitas, emisi, limbah dan kepatuhan lingkungan.

$$\text{EnDI} = \frac{\text{Jumlah Item Lingkungan yang Diungkapkan}}{\text{Total Item Lingkungan (GRI 301 – 308)}}$$

b. *Social Disclosure Index* (SoDI)

Fokus pada kategori GRI 400 (*Social*). Mencakup praktik ketenagakerjaan, kesehatan dan keselamatan kerja (K3), pelatihan, keberagaman, hak asasi manusia, masyarakat setempat dan privasi pelanggan.

$$\text{SoDI} = \frac{\text{Jumlah Item Sosial yang Diungkapkan}}{\text{Total Item Sosial (GRI 401 – 418)}}$$

c. *Governance Disclosure Index* (GoDI)

Fokus pada kategori GRI 2: *General Disclosures 2021* (khusus bagian tata kelola) dan GRI 200 (*Economic*). Mencakup struktur tata kelola, komposisi dewan tertinggi, peran dewan dalam pelaporan keberlanjutan, serta praktik anti-korupsi.

$$\text{GoDI} = \frac{\text{Jumlah Item Tata Kelola yang Diungkapkan}}{\text{Total Item Tata Kelola (GRI 2 & GRI 200)}}$$

2.1.8 Cost of Debt

Cost of Debt (biaya utang) tidak hanya dipandang sebagai bunga pinjaman yang harus dibayar perusahaan kepada kreditor, melainkan juga dipengaruhi oleh berbagai faktor keuangan dan nonkeuangan. Dalam perusahaan pembiayaan, *cost of debt* bukan sekadar beban finansial, melainkan komponen utama dalam menentukan *interest margin*.

Efisiensi dalam memperoleh pendanaan (baik melalui pinjaman bank sindikasi, penerbitan obligasi, maupun *medium-term notes*) menentukan daya saing suku bunga yang ditawarkan kepada konsumen. Perusahaan

dengan profil risiko rendah dapat menekan *cost of debt*, sehingga memiliki fleksibilitas lebih besar dalam menetapkan harga produk pembiayaan di pasar yang kompetitif.

2.1.8.1 Pengertian Cost of Debt

Cost of debt adalah tingkat pengembalian efektif yang diminta oleh penyedia modal (kreditur) sebagai kompensasi atas risiko gagal bayar yang dirasakan, di mana tingkat bunga ini mencerminkan penilaian kreditur terhadap stabilitas operasional dan transparansi informasi perusahaan (Eliwa et al., 2023).

Cost of debt adalah biaya marjinal yang timbul dari pinjaman baru, yang besarnya sangat dipengaruhi oleh tingkat asimetri informasi antara manajer dan pihak luar; semakin tinggi ketidakpastian informasi, semakin tinggi premi risiko yang dibebankan kepada perusahaan (Amoako et al., 2024).

Cost of debt adalah beban riil yang harus ditanggung perusahaan atas penggunaan dana dari pihak ketiga, yang besarnya ditentukan oleh kualitas mekanisme pengawasan internal (tata kelola) yang mampu meyakinkan kreditur akan keamanan dana yang dipinjamkan (Wahyudi et al., 2022).

Cost of debt merupakan tingkat bunga bersih yang dibayarkan perusahaan setelah mempertimbangkan manfaat perlindungan pajak (*tax shield*), yang berfungsi sebagai diskonto dalam penilaian investasi dan mencerminkan kredibilitas perusahaan di mata lembaga keuangan digital maupun tradisional (Luo & Chen, 2024).

Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *cost of debt* dapat didefinisikan sebagai biaya riil yang timbul dari kompensasi risiko yang diminta oleh kreditur dan besarnya sangat dipengaruhi oleh kualitas tata kelola, tingkat asimetri informasi serta transparansi pengungkapan non-finansial perusahaan.

2.1.8.2 Pengukuran *Cost of Debt*

Dalam penelitian empiris, *cost of debt* dapat dihitung melalui dua pendekatan utama, yaitu pendekatan akuntansi (*accounting-based*) dan pendekatan pasar (*market-based*). Pemilihan metode perhitungan biasanya disesuaikan dengan ketersediaan data, karakteristik industri, serta tujuan analisis penelitian.

a. Pendekatan *Accounting-Based*

Pendekatan ini mengukur *cost of debt* berdasarkan informasi akuntansi yang tercatat dalam laporan keuangan perusahaan, khususnya pada akun beban bunga (*interest expense*) dan total utang berbunga (*interest-bearing debt*).

Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{CoD} = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{Total Utang}}$$

Nilai tersebut mencerminkan *cost of debt* sebelum pajak. Untuk memperoleh *cost of debt* setelah pajak (*after-tax cost of debt*), perhitungan disesuaikan dengan tarif pajak perusahaan sebagai berikut:

$$\text{CoD}_{\text{at}} = \text{CoD}_{\text{bt}} \times (1 - t)$$

t merupakan tarif pajak badan. Pendekatan ini relevan digunakan pada penelitian yang bersumber dari laporan keuangan publik, seperti emiten di Bursa Efek Indonesia, karena datanya terstandarisasi, mudah diakses, dan konsisten antarperiode.

b. Pendekatan *Market-based*

Pada pendekatan ini, *cost of debt* dihitung berdasarkan tingkat pengembalian pasar yang dipersyaratkan investor melalui *yield to maturity* (YTM) obligasi korporasi. Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{CoD} = \text{YTM} \times (1 - t)$$

Nilai tersebut menggambarkan biaya pendanaan aktual yang harus ditanggung perusahaan apabila menerbitkan obligasi di pasar modal. Pendekatan ini dianggap lebih mencerminkan persepsi risiko pasar karena mempertimbangkan kondisi suku bunga, likuiditas, dan kepercayaan investor.

Dalam konteks perusahaan pembiayaan di Indonesia, pendekatan *accounting-based* lebih umum digunakan karena sebagian besar perusahaan belum menerbitkan obligasi secara aktif atau tidak seluruhnya memiliki data YTM yang tersedia publik. Selain itu, laporan keuangan tahunan telah diaudit dan disusun sesuai standar akuntansi sehingga memberikan ukuran yang konsisten, terbandingkan, dan reliabel untuk penelitian akademik.

Dengan demikian, teori dan penelitian terbaru menunjukkan bahwa *cost of debt* tidak hanya merepresentasikan bunga pinjaman, tetapi juga dipengaruhi oleh dimensi keuangan (likuiditas, leverage, tax avoidance) dan non-keuangan (governance, disclosure, ESG). Perusahaan dengan tata kelola yang baik, transparansi tinggi, dan kinerja ESG yang baik cenderung menikmati *cost of debt* yang lebih rendah.

Dalam struktur modal perusahaan, pendanaan pada dasarnya berasal dari dua sumber utama, yaitu ekuitas dan utang. Ekuitas mencerminkan kepemilikan pemegang saham atas perusahaan, sedangkan utang merupakan sumber dana yang diperoleh melalui pinjaman dari pihak ketiga. Untuk memperoleh pendanaan melalui ekuitas, perusahaan harus memberikan tingkat pengembalian yang layak dan kompetitif kepada investor sebagai kompensasi atas risiko yang mereka tanggung. Oleh karena itu, biaya ekuitas atau *cost of equity* menjadi komponen penting dalam keputusan pendanaan perusahaan.

2.1.9 Nilai Perusahaan

Bagi perusahaan pembiayaan, nilai perusahaan sangat ditentukan oleh kualitas piutang pembiayaan yang dikelola. Investor di Bursa Efek Indonesia (BEI) menilai perusahaan pembiayaan bukan hanya dari besarnya laba, tetapi dari rendahnya tingkat *Non-Performing Financing* (NPF). Perusahaan yang mampu menjaga NPF di bawah ketentuan OJK (5%) menunjukkan manajemen risiko yang solid, yang secara otomatis meningkatkan daya tarik saham dan nilai pasar perusahaan.

Regulasi OJK yang ketat (seperti POJK Nomor 35/POJK.05/2018) menuntut transparansi tinggi. Perusahaan pembiayaan yang memiliki skor GCG (Good Corporate Governance) yang baik dan rutin melakukan pengungkapan ESG (Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola) dianggap memiliki risiko sistemik yang lebih rendah. Komitmen terhadap etika bisnis ini memberikan "premi nilai" di mata investor karena perusahaan dianggap lebih resilien terhadap guncangan ekonomi atau perubahan regulasi.

2.1.9.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Harymawan et al. (2023) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai representasi dari persepsi kolektif investor dan pasar terhadap kinerja masa lalu serta prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan, yang sering kali diproksikan melalui nilai pasar ekuitas atau rasio *Price to Book Value* (PBV).

Nilai perusahaan adalah tingkat keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya untuk menciptakan kemakmuran bagi pemegang saham secara berkelanjutan, di mana peningkatan harga saham menjadi sinyal utama dari kepercayaan investor terhadap tata kelola perusahaan (Nasir et al., 2024).

Nilai perusahaan dilihat dari sudut pandang valuasi adalah Nilai tunai (*present value*) dari seluruh arus kas yang diharapkan akan dihasilkan oleh perusahaan di masa depan, yang besarnya sangat bergantung pada kemampuan perusahaan dalam memitigasi risiko

operasional dan finansial melalui transparansi informasi (Luo & Chen, 2024).

Nilai perusahaan adalah konstruk nilai yang tidak hanya mencakup aset fisik, tetapi juga aset tak berwujud seperti reputasi dan legitimasi sosial, yang diperoleh melalui pengungkapan strategi lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) yang kuat (Ahmad et al., 2023).

Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai perusahaan secara esensial adalah akumulasi dari persepsi pasar terhadap kinerja fundamental, kualitas tata kelola, dan komitmen keberlanjutan entitas. Peningkatan nilai perusahaan tidak hanya dipicu oleh profitabilitas jangka pendek, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam mengirimkan sinyal positif melalui pengungkapan informasi non-finansial (ESG) yang mampu membangun legitimasi sosial dan mereduksi ketidakpastian investor terhadap prospek pertumbuhan di masa depan.

2.1.9.2 Pengukuran Nilai Perusahaan

Dalam penelitian keuangan, nilai perusahaan umumnya diukur menggunakan rasio pasar karena merepresentasikan penilaian investor secara langsung melalui harga saham. Weston & Copeland dalam Iriyanti et al. (2022), menyebutkan bahwa terdapat 3 (tiga) indikator utama yang banyak digunakan dalam mengukur nilai perusahaan, yaitu:

a. *Price to Book Value (PBV)*

PBV digunakan untuk membandingkan harga pasar saham perusahaan dengan nilai bukunya. Hadiya & Riski (2023) menyatakan bahwa perusahaan dengan tata kelola dan kinerja manajemen yang baik cenderung memiliki PBV di atas 1, yang menunjukkan bahwa pasar memberikan valuasi lebih tinggi dibandingkan dengan nilai aset bersihnya. Sebaliknya, PBV di bawah 1 dapat mengindikasikan bahwa pasar menilai perusahaan undervalued, memiliki risiko

tinggi, atau menunjukkan penurunan fundamental. PBV dihitung dengan rumus:

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

Nilai buku saham dapat dihitung sebagai berikut:

$$\text{Book Value per Share} = \frac{\text{Total Modal}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

PBV banyak digunakan dalam penelitian perusahaan publik, termasuk perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI, karena datanya mudah diakses dan mencerminkan persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan menciptakan nilai.

b. *Price Earnings Ratio* (PER)

PER memberikan gambaran mengenai harga yang bersedia dibayarkan investor untuk setiap rupiah laba bersih perusahaan. Setianto dalam Agustina et al. (2024) menjelaskan bahwa PER mencerminkan ekspektasi pertumbuhan laba di masa depan. PER yang tinggi dapat diartikan bahwa pasar menilai prospek perusahaan positif, sementara PER rendah dapat menunjukkan pertumbuhan yang lambat atau risiko operasional yang meningkat. Rumus PER adalah:

$$PER = \frac{\text{Price per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

c. *Tobin's Q*

Tobin's Q digunakan untuk membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai penggantian asetnya. Menurut Harymawan et al. (2023), pengukuran nilai perusahaan melalui *Tobin's Q* memberikan gambaran mengenai efektivitas manajemen dalam mengelola sumber daya. Nilai *Tobin's Q* yang melebihi angka 1 ($Q > 1$) mengindikasikan

bahwa pasar memberikan valuasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai penggantian aset perusahaan.

Rumus *Tobin's Q* adalah:

$$Tobin's Q = \frac{MVS + MVD}{RVA}$$

Keterangan:

MVS : Nilai pasar saham beredar

MVD: Nilai pasar utang Perusahaan

RVA : Nilai penggantian aset perusahaan

Dalam konteks pasar modal, ketiga indikator tersebut memberikan pemahaman komprehensif mengenai bagaimana investor menilai prospek dan risiko perusahaan. Nilai perusahaan memiliki implikasi strategis bagi seluruh pemangku kepentingan. Bagi perusahaan, peningkatan nilai perusahaan menunjukkan keberhasilan dalam menciptakan kesejahteraan pemegang saham, meningkatkan reputasi, memperkuat daya tawar di pasar modal, serta mempermudah akses pembiayaan.

2.1.10 Corporate Governance

Berbeda dengan sektor non-keuangan, *corporate governance* perusahaan pembiayaan diatur secara spesifik melalui POJK Nomor 35/POJK.05/2018 dan pembaruannya. Regulasi ini mewajibkan keberadaan fungsi pengawasan yang berlapis, mulai dari Dewan Komisaris Independen hingga Komite Audit. Implementasi tata kelola yang disiplin menjadi sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki risiko operasional yang terkendali.

Corporate governance pada sektor pembiayaan di Indonesia berperan sebagai mekanisme pensinyalan (*signaling mechanism*) yang krusial untuk membangun legitimasi di mata kreditur dan investor. Melalui keberadaan dewan komisaris independen dan komite audit yang efektif, perusahaan mampu menunjukkan komitmen terhadap transparansi dan akuntabilitas. Hal ini terbukti mampu mereduksi asimetri informasi yang

sering terjadi di pasar keuangan, sehingga perusahaan dapat menekan biaya modal dan secara simultan meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.10.1 *Pengertian Corporate Governance*

Menurut Puni & Hilton (2022) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem kontrol dan keseimbangan (*checks and balances*) yang dirancang untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham, yang bertujuan untuk mengurangi biaya keagenan melalui pengawasan eksternal dan internal yang ketat.

Corporate governance adalah kerangka kerja aturan dan praktik yang memfasilitasi kerja sama antara perusahaan dan seluruh pemangku kepentingannya, guna menyelesaikan masalah tindakan kolektif dan memastikan distribusi nilai yang adil bagi semua pihak yang terlibat (Bridoux & Stoelhorst, 2022).

Corporate governance adalah kumpulan mekanisme institusional termasuk kepemilikan saham, dewan komisaris, dan komite-komite dewan yang menjamin adanya transparansi dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan demi meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal (nasir et al., 2024).

Corporate governance adalah Sistem tata kelola yang tidak hanya berfokus pada kepatuhan regulasi finansial, tetapi juga mengintegrasikan tanggung jawab lingkungan dan sosial ke dalam struktur pengawasan perusahaan untuk memitigasi asimetri informasi dan membangun legitimasi publik (Harymawan et al., 2023).

Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *corporate governance* adalah sistem tata kelola yang mengintegrasikan fungsi pengawasan internal dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan guna menciptakan ekosistem bisnis yang transparan. Implementasi tata kelola yang efektif tidak hanya bertujuan untuk melindungi kepentingan pemegang saham, tetapi juga untuk memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan dikelola secara etis dan patuh pada regulasi. Hal ini krusial dalam mereduksi

ketidakpastian investor dan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

2.1.10.2 Pengukuran Corporate Governance

Menurut Puni & Hilton (2022), terdapat 4 (empat) indeks yang umum digunakan dalam mengukur *corporate governance* suatu perusahaan, yaitu:

a. *ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)*

ACGS adalah standar pengukuran tertinggi untuk perusahaan publik di Asia Tenggara (termasuk Indonesia). ACGS menilai kepatuhan terhadap prinsip-prinsip OECD. Indikator utama ACGS meliputi hak pemegang saham, perlakuan adil terhadap pemegang saham, peran pemangku kepentingan, transparansi dan pengungkapan, serta tanggung jawab dewan.

b. Skor *Self-Assessment GCG (POJK 35/2018)*

Khusus untuk perusahaan pembiayaan di Indonesia, OJK mewajibkan perusahaan melakukan penilaian mandiri (*self-assessment*) terhadap pelaksanaan tata kelola mereka. Kriteria penilaian meliputi pelaksanaan tugas dewan, kelengkapan komite, penanganan benturan kepentingan, fungsi kepatuhan, dan audit internal. Skala ukur menggunakan tingkatan (Peringkat 1 "Sangat Baik" hingga Peringkat 5 "Tidak Baik"). Dalam penelitian, skor ini sering dibalik (*reverse*) agar angka yang lebih tinggi menunjukkan tata kelola yang lebih baik.

c. *IICD Corporate Governance Index*

Indeks ini disusun oleh *Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD)*. IICD digunakan untuk menilai 200 perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar di BEI. Metodologi yang digunakan yaitu penilaian dilakukan

berdasarkan informasi yang tersedia secara publik (laporan tahunan, situs web, laporan berkelanjutan).

d. *Corporate Governance Disclosure Index (CGDI)*

CGDI adalah metode yang paling sering digunakan oleh peneliti (mahasiswa/akademisi) dengan cara memberikan skor pada poin-poin pengungkapan di laporan tahunan. Cara ukur CGDI yaitu menggunakan checklist (misal: 10-50 poin kriteria). Jika perusahaan mengungkapkan poin tersebut diberi skor 1, jika tidak diberi skor 0. Rumus CGDI adalah:

$$CGDI = \frac{\sum \text{Skor yang Diperoleh}}{\text{Total Skor Maksimal}}$$

Secara spesifik dalam CGDI ada 4 (empat) pilar utama dalam penilaian tata kelola menurut standar OJK (POJK 35/2018) dan GRI 2021:

- 1) Transparansi struktur dan mekanisme dewan: Mengukur kemandirian dan efektivitas dewan komisaris serta direksi (Mandatori OJK).
- 2) Keberadaan dan efektivitas komite audit: Mengukur fungsi pengawasan lini kedua terhadap pelaporan keuangan.
- 3) Kelengkapan sistem manajemen risiko: sangat krusial bagi perusahaan pembiayaan untuk memitigasi risiko kredit.
- 4) Penerapan kode etik dan whistleblowing system (WBS): Mengukur integritas budaya perusahaan dan pencegahan fraud.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai ESG *disclosure*, *cost of debt*, nilai perusahaan dan mekanisme *corporate governance* telah banyak dilakukan dalam literatur keuangan modern. Hal ini sejalan dengan meningkatnya perhatian global terhadap praktik keberlanjutan, transparansi, dan tata kelola yang baik sebagai elemen esensial dalam menciptakan nilai jangka panjang bagi para pemangku kepentingan. Meskipun demikian, temuan empiris dari berbagai penelitian sebelumnya menunjukkan adanya ketidakkonsistenan, baik dari sisi arah pengaruh, kekuatan hubungan, maupun perbedaan konteks industri. Ketidaksamaan hasil inilah yang menjadi alasan perlunya penelitian lebih lanjut, khususnya pada sektor pembiayaan yang memiliki karakter unik dalam pendanaan, regulasi, dan eksposur risiko.

2.2.1 Penelitian Terdahulu yang Relevan

Salah satu penelitian yang relevan dilakukan oleh Pradana & Wijayanti (2024) yang berjudul *The Influence of ESG Implementation on Corporate Cost of Capital With Financial Performance as A Moderating Variable*. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kinerja sosial berpengaruh positif signifikan terhadap biaya modal perusahaan, sementara kinerja lingkungan hanya signifikan apabila dimoderasi oleh *return on assets*. Komponen tata kelola, di sisi lain, tidak memiliki pengaruh signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa tidak semua dimensi ESG memberikan pengaruh seragam, serta menegaskan pentingnya mempertimbangkan faktor internal seperti kinerja keuangan dalam menilai dampak ESG terhadap struktur biaya perusahaan. Namun demikian, penelitian tersebut belum menguji peran mekanisme *corporate governance* sebagai moderator serta tidak berfokus pada perusahaan pembiayaan, sehingga terdapat ruang eksplorasi lebih lanjut.

Penelitian oleh Wulandari & Istiqomah (2024) melalui studi berjudul *The Effect of ESG and Capital Structure on Firm Value: The Role of Firm Size as a Moderating Variable* memberikan temuan yang berbeda. Dalam penelitian tersebut, ESG *disclosure* tidak terbukti memberikan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor pertambangan. Sebaliknya,

struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam industri dengan intensitas risiko lingkungan tinggi, praktik ESG belum tentu dipersepsikan sebagai faktor peningkat nilai oleh investor. Perbedaan karakteristik sektor pembiayaan yang lebih berorientasi pada manajemen risiko dan kepatuhan regulasi menjadikan relevan untuk diuji apakah dinamika tersebut dapat berbeda dalam konteks penelitian ini.

Penelitian yang dilakukan oleh Prayogo et al. (2023) menemukan bahwa ESG *disclosure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan mekanisme *corporate governance* berperan memperkuat pengaruh tersebut. Penelitian ini menegaskan bahwa tata kelola yang baik mampu meningkatkan efektivitas pengungkapan keberlanjutan dalam meningkatkan persepsi pasar. Namun penelitian tersebut tidak memasukkan *cost of debt* sebagai variabel independen, sehingga belum memberikan gambaran menyeluruh mengenai hubungan antara keberlanjutan, efisiensi pendanaan, dan nilai perusahaan.

Ghazali & Zulmaita (2022) juga memberikan kontribusi penting melalui penelitian yang menunjukkan bahwa ESG *disclosure* berdampak positif terhadap nilai perusahaan, dengan dimensi lingkungan dan sosial sebagai aspek yang paling berpengaruh. Hal ini memperkuat argumen bahwa penerapan keberlanjutan memberikan nilai tambah bagi perusahaan melalui peningkatan reputasi, kepercayaan investor, dan pengelolaan risiko non-keuangan. Namun, penelitian ini berfokus pada sektor infrastruktur, dan belum menilai peran moderasi tata kelola maupun hubungan ESG dengan *cost of debt*.

Penelitian oleh Nurdianti et al. (2023) menyimpulkan bahwa tata kelola perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui peningkatan efisiensi operasional. Penelitian ini memperlihatkan bahwa *corporate governance* merupakan komponen penting dalam menciptakan stabilitas dan nilai bagi perusahaan jasa. Namun, penelitian tersebut belum mengkaji interaksinya dengan ESG *disclosure* maupun *cost of*

debt, sehingga peran menyeluruh tata kelola terhadap dinamika keberlanjutan dan struktur pendanaan belum tergambarkan secara komprehensif.

Kajian terhadap penelitian terdahulu menunjukkan 3 (tiga) hal penting. Pertama, pengaruh ESG *disclosure* terhadap nilai perusahaan masih menunjukkan temuan yang bervariasi bergantung pada sektor industri dan indikator pengukuran yang digunakan. Kedua, penelitian terkait *cost of debt* sebagai determinan nilai perusahaan masih terbatas, terutama dalam konteks sektoral yang spesifik seperti perusahaan pembiayaan. Ketiga, studi yang menempatkan mekanisme *corporate governance* sebagai variabel moderasi pada hubungan antara ESG *disclosure* dan *cost of debt* terhadap nilai perusahaan masih sangat minim, padahal tata kelola perusahaan berpotensi memainkan peran strategis dalam memperkuat maupun memperlemah hubungan tersebut. Penelitian ini dirancang untuk memberikan kontribusi baru melalui pengujian simultan pengaruh ESG *disclosure* dan *cost of debt* terhadap nilai perusahaan, serta analisis peran mekanisme *corporate governance* sebagai variabel moderasi pada perusahaan pembiayaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2023.

2.2.2 Keterbatasan Penelitian Terdahulu dan Posisi Penelitian (*Research Gap*)

Penelitian mengenai nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun terdapat beberapa keterbatasan utama dalam penelitian terdahulu yang menjadi dasar urgensi penelitian ini, diantaranya:

2.2.2.1 Ketidakkonsistenan Hasil (*Gap Hasil*)

Keterbatasan: Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak selaras (*inconsistent*) terkait pengaruh ESG *disclosure* dan *cost of debt* terhadap nilai perusahaan. Sebagai contoh, penelitian Pradana & Wijayanti (2024) menemukan bahwa kinerja sosial berpengaruh positif signifikan terhadap biaya modal, namun komponen tata kelola tidak memiliki pengaruh signifikan.

Impact bagi penelitian: Adanya ketidakkonsistenan ini memberikan ruang bagi penelitian ini untuk melakukan pengujian

ulang. Dampaknya, penelitian ini menghadirkan *corporate governance* sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah *corporate governance* dapat memperjelas hubungan yang sebelumnya tidak konsisten tersebut.

2.2.2.2 Keterbatasan Variabel Moderasi

Keterbatasan: Sebagian besar penelitian sebelumnya hanya meneliti pengaruh langsung variabel independen terhadap nilai perusahaan tanpa mempertimbangkan *corporate governance* sebagai faktor penguat atau "katalisator". Penelitian Pradana & Wijayanti (2024) juga tercatat belum menguji peran *corporate governance* sebagai moderator.

Impact bagi penelitian: Penelitian ini mengisi celah tersebut dengan menggunakan *corporate governance* sebagai variabel moderasi. Hal ini berdampak pada model penelitian yang lebih komprehensif karena mampu menguji peran *corporate governance* dalam memitigasi risiko biaya utang.

2.2.2.3 Fokus Sektor yang Terbatas

Keterbatasan: Studi mengenai keberlanjutan (ESG) dan *corporate governance* pada industri pembiayaan masih relatif terbatas dibandingkan dengan sektor perbankan, pertambangan, atau manufaktur.

Impact bagi penelitian: Penelitian ini memberikan kontribusi empiris yang spesifik pada sektor pembiayaan periode 2019-2023. Ini penting karena sektor pembiayaan memiliki karakteristik risiko biaya dana yang unik dan keterlibatan tinggi dalam pendanaan aktivitas yang berpotensi risiko lingkungan.

2.2.2.4 Penggunaan Standar Pelaporan Terbaru

Keterbatasan: Penelitian terdahulu mungkin belum sepenuhnya menyelaraskan indikator pengungkapan dengan standar global terbaru yang diadopsi secara nasional.

Impact bagi penelitian: Penelitian ini memperkaya literatur dengan menggunakan indikator ESG *disclosure* yang merujuk pada standar internasional seperti GRI 2021. Hal ini membuat hasil penelitian lebih relevan dengan perkembangan regulasi terkini di Indonesia (seperti POJK 51).

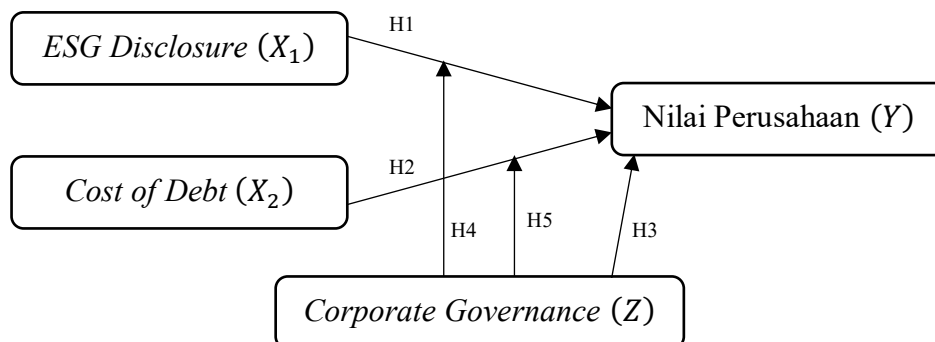
Keterbatasan penelitian terdahulu yang paling krusial adalah adanya hasil yang tidak konsisten. Impact-nya bagi penelitian adalah penelitian ini menawarkan solusi berupa pendekatan kontingensi, yaitu dengan menghadirkan *corporate governance* sebagai variabel yang memoderasi hubungan tersebut, sehingga model penelitian ini lebih komprehensif dalam menjelaskan nilai perusahaan.

2.3 Kerangka Konseptual

Penelitian ini mengembangkan model konseptual yang menjelaskan bagaimana ESG *disclosure* dan *cost of debt* memengaruhi nilai perusahaan, dengan mekanisme *corporate governance* berperan sebagai variabel moderasi. ESG *disclosure* diposisikan sebagai representasi transparansi dan komitmen keberlanjutan perusahaan pembiayaan, sedangkan *cost of debt* mencerminkan risiko pendanaan dan beban keuangan yang ditanggung perusahaan. Nilai perusahaan menjadi indikator persepsi pasar terhadap keberhasilan manajemen dalam menciptakan kesejahteraan pemegang saham.

Dalam hubungan tersebut, *corporate governance* tidak diposisikan sebagai bagian dari ESG, melainkan sebagai sistem pengendalian internal perusahaan yang memastikan efektivitas pengelolaan risiko, kualitas pelaporan, serta akuntabilitas manajemen. Dengan demikian, *corporate governance* diasumsikan mampu memperkuat (memoderasi) pengaruh ESG *disclosure* dan *cost of debt* terhadap nilai perusahaan, karena tata kelola yang baik meningkatkan kepercayaan investor, kredibilitas informasi, dan stabilitas pendanaan perusahaan.

Model konseptual penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Konseptual

2.4 Hipotesis

2.4.1 Hubungan *ESG Disclosure* dan Nilai Perusahaan

Hubungan positif antara *ESG disclosure* dan nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui *signaling theory*, di mana pengungkapan informasi non-keuangan bertindak sebagai sinyal positif bagi pasar mengenai keberlanjutan perusahaan di masa depan. Menurut Kwak dan Yoon (2024), pengungkapan ESG yang komprehensif membantu mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor, sehingga menurunkan persepsi risiko dan meningkatkan valuasi pasar. Selain itu, berdasarkan *legitimacy theory*, perusahaan yang transparan terhadap isu lingkungan dan sosial akan mendapatkan dukungan lebih besar dari pemangku kepentingan. Mitsnefes et al. (2024) menegaskan bahwa di era digital, legitimasi yang diperoleh melalui pelaporan ESG yang kredibel secara signifikan meningkatkan reputasi korporat, yang pada akhirnya berdampak langsung pada kenaikan harga saham dan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Secara empiris, riset internasional menunjukkan bahwa investor cenderung memberikan apresiasi lebih pada perusahaan dengan skor ESG yang tinggi karena dianggap memiliki tata kelola risiko yang lebih baik. Nguyen et al. (2025) dalam studinya pada pasar modal global menemukan bahwa pengungkapan ESG tidak hanya meningkatkan daya tarik bagi investor institusional, tetapi juga menurunkan volatilitas harga saham. Lebih

lanjut, Zaman et al. (2024) menekankan bahwa integrasi ESG dalam model bisnis perusahaan pembiayaan menciptakan nilai jangka panjang melalui efisiensi operasional dan akses pendanaan yang lebih murah. Dengan demikian, perusahaan pembiayaan di Bursa Efek Indonesia yang aktif melakukan pengungkapan ESG diprediksi akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi karena dianggap mampu menyelaraskan tujuan profitabilitas dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: ESG *disclosure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.

2.4.2 Hubungan *Cost of Debt* dan Nilai Perusahaan

Hubungan antara *cost of debt* dan nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui *trade-off theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan akan menyeimbangkan keuntungan pajak dari penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya utang yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kredibilitas tinggi di mata kreditur, sehingga perusahaan dapat mengoptimalkan tax shield (perlindungan pajak) untuk meningkatkan profitabilitas. Menurut Hasan et al. (2024), penurunan *cost of debt* merupakan indikasi efisiensi biaya modal yang secara langsung mengurangi beban bunga bersih. Ketika pasar melihat perusahaan mampu mengelola beban finansialnya dengan efisien, investor akan memberikan penilaian yang lebih tinggi, yang pada akhirnya memicu peningkatan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Dari perspektif risiko keagenan, tingkat *cost of debt* mencerminkan persepsi pihak eksternal terhadap kualitas tata kelola dan transparansi perusahaan. Kreditur akan memberikan suku bunga yang lebih rendah kepada perusahaan yang dianggap memiliki risiko gagal bayar (*default risk*) yang kecil. Riset terbaru oleh Abed et al. (2024) menekankan bahwa dalam pasar modal yang dinamis, biaya utang yang kompetitif bertindak sebagai sinyal kepada pemegang saham bahwa entitas tersebut memiliki struktur modal yang sehat dan arus kas yang stabil. Sebaliknya, biaya utang yang tinggi dapat

menjadi beban yang menekan pertumbuhan investasi, sehingga perusahaan dengan *cost of debt* yang lebih rendah cenderung lebih diminati oleh investor karena menunjukkan efisiensi manajerial dalam menjaga hubungan dengan penyedia modal luar. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: *Cost of debt* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.

2.4.3 Hubungan *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Hubungan *corporate governance* dan nilai perusahaan berakar pada *agency theory*, di mana mekanisme tata kelola yang kuat berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Mekanisme seperti keberadaan komisaris independen dan komite audit yang efektif dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen yang berpotensi merugikan nilai perusahaan. Menurut Abed et al. (2024), kualitas tata kelola yang baik bertindak sebagai instrumen pengawasan internal yang mampu meminimalisir *agency cost*, sehingga memastikan bahwa sumber daya perusahaan dialokasikan secara efisien untuk proyek-proyek yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Ketika biaya agensi berhasil ditekan, pasar akan memberikan respons positif melalui peningkatan harga saham dan valuasi perusahaan secara keseluruhan.

Selain fungsi pengawasan, *corporate governance* juga berperan penting dalam membangun kepercayaan investor internasional dan memberikan legitimasi pada entitas bisnis. Tata kelola yang transparan memberikan jaminan kepada pasar bahwa perusahaan memiliki akuntabilitas yang tinggi dan profil risiko yang rendah. Riset terbaru dari Hasan et al. (2024) menekankan bahwa di era pasar modal yang semakin terintegrasi, skor tata kelola yang tinggi menjadi determinan utama bagi investor institusional dalam menentukan portofolio mereka. Perusahaan dengan sistem tata kelola yang kredibel dipandang memiliki risiko kegagalan yang lebih rendah dan integritas laporan keuangan yang lebih baik, yang secara empiris terbukti mendorong peningkatan nilai perusahaan secara signifikan dibandingkan

dengan perusahaan yang memiliki tata kelola lemah. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3: *Corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.

2.4.4 Hubungan ESG Disclosure dan Nilai Perusahaan Dimoderasi Corporate Governance

Peran moderasi *corporate governance* dalam hubungan antara pengungkapan ESG dan nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui integrasi antara *agency theory* dan *signaling theory*. Mekanisme tata kelola yang kuat, seperti independensi dewan dan pengawasan audit yang berkualitas, berfungsi sebagai alat validasi atas informasi ESG yang disampaikan kepada pasar. Tanpa tata kelola yang efektif, pengungkapan ESG berisiko dianggap oleh investor sebagai upaya *greenwashing* atau sekadar kosmetik laporan. Menurut Zaman et al. (2024), struktur tata kelola yang kredibel memastikan bahwa pengungkapan ESG mencerminkan kinerja substansial perusahaan, sehingga memperkuat sinyal positif yang diterima oleh investor dan memberikan dampak yang lebih signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Dari perspektif *stakeholder theory*, sinergi antara tata kelola perusahaan dan transparansi ESG menciptakan lingkungan yang lebih aman bagi investor untuk menanamkan modal. Tata kelola yang baik menjamin bahwa inisiatif lingkungan dan sosial dikelola secara profesional dan selaras dengan strategi pencapaian profitabilitas jangka panjang. Riset terbaru oleh Li dan Zhang (2024) menekankan bahwa di perusahaan dengan kualitas tata kelola yang tinggi, pengungkapan ESG bertindak sebagai instrumen mitigasi risiko yang lebih ampuh, yang pada akhirnya menurunkan biaya keagenan secara drastis. Dengan demikian, kehadiran tata kelola yang efektif akan memperkuat pengaruh positif ESG terhadap nilai perusahaan karena pasar memiliki tingkat kepercayaan yang lebih tinggi terhadap integritas manajemen dalam memenuhi kepentingan seluruh pemangku kepentingan. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H4: *Corporate governance* memoderasi (memperkuat) pengaruh ESG *disclosure* terhadap nilai perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.

2.4.5 Hubungan *Cost of Debt* dan Nilai Perusahaan Dimoderasi *Corporate Governance*

Peran moderasi *corporate governance* dalam memperlemah pengaruh negatif *cost of debt* terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan melalui perspektif *agency theory* dan *financial distress theory*. Biaya utang yang tinggi sering kali dianggap oleh pasar sebagai sinyal meningkatnya risiko gagal bayar, yang dapat menekan nilai perusahaan. Namun, mekanisme tata kelola yang kuat, seperti pengawasan dewan komisaris yang independen dan komite audit yang kredibel, memberikan jaminan bahwa manajemen akan tetap disiplin dalam mengalokasikan arus kas untuk memenuhi kewajiban finansial. Menurut Hasan et al. (2024), tata kelola yang berkualitas mampu menurunkan asimetri informasi antara manajer dan kreditur, sehingga meskipun beban bunga tinggi, efektivitas pengawasan internal dapat memitigasi kekhawatiran investor terhadap potensi kebangkrutan dan menjaga stabilitas nilai perusahaan.

Dari sudut pandang *stakeholder theory*, sinergi antara tata kelola yang transparan dan pengelolaan utang mencerminkan profesionalisme manajemen dalam menjaga struktur modal yang optimal. Abed et al. (2024) menekankan bahwa di pasar negara berkembang, tata kelola perusahaan berfungsi sebagai perisai pelindung bagi investor saat perusahaan menghadapi beban biaya modal yang meningkat. Kualitas tata kelola yang tinggi memberikan keyakinan kepada pemegang saham bahwa utang yang mahal tersebut digunakan untuk investasi produktif dan bukan untuk kepentingan pribadi manajer. Dengan demikian, *corporate governance* terbukti secara empiris mampu memperlemah dampak negatif dari tingginya *cost of debt* terhadap nilai perusahaan karena pasar lebih toleran terhadap biaya modal yang tinggi pada entitas yang memiliki sistem

pertanggungjawaban yang solid. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H5: *Corporate governance* memoderasi (memperlemah) pengaruh *cost of debt* terhadap nilai perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI periode 2019-2023.